

PENGARUH PERTUMBUHAN DAN UTANG TERHADAP ASOSIASI NILAI PASAR - LABA DAN NILAI BUKU EKUITAS

Kumalahadi¹

Abstract

This research modifies the Ohlson model (1995) by proposing hypothesis that the interaction between debt and profit, as well as debt and equity, are weakening profit-to-equity association (company's value). On the contrary, the interaction between growth and profit, as well as growth and equity, are strengthening profit-to-equity association. The hypothesis was tested using 304 companies listed on Jakarta Stock Exchange (JSX) in the period of 1995 to 1998. Based on the univariate and multivariate tests, we found that the results support the Ohlson theory which said that accounting provided an important signal in the statements of owner's equity, which covers the relationship between balance sheet accounts and income statement accounts known as book to profit and equity value. The other hypotheses are also supported by the data and the results were significance, except for the interaction between growth and profit, which was supported only by the pool data, and by cross-sectional it was significance for the year 1996.

PENDAHULUAN

Pada bagian ini diuraikan latar belakang masalah, masalah penelitian, tujuan penelitian dan sistematika penulisan.

Latar Belakang Masalah

Akuntansi menyediakan fungsi pemaduan yang penting dalam laporan perubahan modal, yang mencakup hubungan antara pos neraca dan pos laba rugi; yaitu nilai buku ekuitas dan laba (Ohlson, 1995). Perubahan nilai buku ekuitas sama dengan laba dikurangi dengan dividen atau sama dengan *net of capital contribution*. Hubungan ini disebut dengan *clean surplus*. Dalam suatu penelitian deduktif, Ohlson mengembangkan suatu model tentang nilai pasar suatu perusahaan yang dapat dijelaskan dengan laba semasa dan laba masa depan, nilai buku ekuitas, dan dividen. Penelitian tersebut sampai saat ini dianggap sangat penting, sehingga banyak peneliti menggunakan modelnya Ohlson. Diantara peneliti tersebut Collin *et al.* (1999) menggunakan model *equity valuation*-nya Ohlson dan memperluasnya dengan laba negatif.

Sampai saat ini, banyak peneliti telah menggali variabel akuntansi untuk memberikan penjelasan terhadap nilai pasar perusahaan. Namun demikian, Ali (1994) mengingatkan bahwa variabel akuntansi

¹ Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

tersebut sering menjadi subyek manipulasi, sehingga pasar memerlukan informasi pelengkap. Informasi pelengkap tersebut adalah laporan arus kas. Banyak bukti telah menunjukkan bahwa manajemen laba pada perusahaan yang memiliki utang yang besar memiliki pengaruh yang sebaliknya terhadap hubungan laba-saham (Watts and Zimmerman, 1986). Isu ini disebut dengan manajemen laba yang oportunistik.

Skinner (1993) menguji peluang pertumbuhan dengan membuat asosiasi peluang pertumbuhan terhadap besarnya utang, kompensasi, dan pilihan akuntansi. Ia menemukan bahwa utang memiliki asosiasi negatif terhadap peluang pertumbuhan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lebih tinggi menunjukkan manajemen laba yang lebih tinggi pula. Hal senada ditunjukkan oleh Barclay *et al.* (1995) yang menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi akan sangat mahal bila pendanaan dilakukan dengan utang, sehingga hubungan antara peluang pertumbuhan dan besarnya utang adalah negatif. Manajemen laba ini dapat secara langsung mengindikasikan bahwa besarnya laba memiliki pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan. Disamping itu, semakin besar utang juga meningkatkan resiko perusahaan akan menghadapi kesulitan keuangan. Namun demikian perusahaan yang mampu mengelola utang secara efisien, tidak jarang akan mendorong percepatan di dalam merealisasi pertumbuhan.

Collin and Kothari (1989) dan Easton and Zmijewski (1989) memberikan bukti bahwa hubungan laba-*return* lebih kuat pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi. Namun demikian, Gul *et al.* (2000) memberikan penjelasan yang berbeda, bahwa akrual kebijakan meningkatkan hubungan laba-*return* pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi. Isu ini disebut manajemen laba untuk menunjukkan efisiensi.

Penelitian ini memperluas penelitian Ohlson (1995) dengan menggali pengaruh interaksi utang dan pertumbuhan terhadap hubungan nilai pasar – laba dan nilai buku ekuitas. Namun demikian penelitian ini tidak menggali lebih lanjut manajemen laba sebagaimana dilakukan oleh Healey (1985) dan Jones (1991) atau peneliti yang lain, karena terbatasnya data yang mungkin menyulitkan peneliti, tetapi hanya menginterpretasikan angka akuntansi dari sudut pandang kemungkinan adanya motif manajemen *earnings*. Penelitian yang ada hanya dilakukan oleh Kumala Hadi (2001) dengan data 10. 270 perusahaan tahun di NYSE dan Amex tahun 1997–2000, menunjukkan bahwa modelnya Ohlson (1995) terdukung secara signifikan, tetapi variabel interaksinya; yaitu utang dan pertumbuhan walaupun signifikan, tetapi koefisiennya rendah. Penelitian serupa akan peneliti terapkan

dengan data pasar saham di Indonesia yang karakternya lebih kurang sama dengan Amex. Hal ini penting mengingat banyak perusahaan publik di Indonesia memiliki utang yang besar, sementara itu banyak perusahaan publik di pertengahan 1990an memiliki pertumbuhan yang tinggi, sehingga peneliti mengharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi terhadap literatur akuntansi di Indonesia, khususnya tentang pengaruh pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas.

Perumusan Masalah

Penelitian ini menyelidiki asosiasi pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas. Dari uraian di atas masalah penelitian ini dirumuskan dengan pertanyaan "bagaimana asosiasi pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas"?

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk menguji secara empiris apakah pertumbuhan dan utang memperkuat atau memperlemah hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas. Dengan kata lain penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris interaksi variabel pertumbuhan dan variabel laba dan nilai buku ekuitas, dan variabel utang dan variabel laba dan nilai buku ekuitas terhadap nilai perusahaan.

Sistematika Pembahasan

Secara garis besar, laporan penelitian ini dibagi menjadi lima bagian. Bab satu merupakan pendahuluan yang mencakup pembahasan mengenai latar belakang masalah, masalah penelitian, tujuan penelitian dan sistematika pembahasan.

Bab dua merupakan tinjauan pustaka. Bagian ini menguraikan model *Ohlson*, peran pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas, penelitian terdahulu dan perumusan hipotesis.

Bab tiga membahas metode penelitian yang digunakan. Bagian ini menguraikan populasi, sampel, sumber data yang digunakan, dan metode statistik untuk menguji hipotesis.

Bab empat merupakan analisis data dan hasil penelitian. Bagian ini menguraikan diskripsi data, dan uji hipotesis.

Bab lima merupakan penutup yang berisi kesimpulan dari hasil analisis data serta implikasi penelitian.

TINJAUAN PUSTAKA

Bagian ini akan membahas isu-isu utama yang menghubungkan nilai pasar perusahaan dengan variabel-variabel akuntansi yang semasa atau variabel-variabel informasi. Isu-isu tersebut mendasarkan pada penelitian Ohlson (1995) yang menemukan suatu model yang menghubungkan nilai pasar perusahaan dengan laba, nilai buku ekuitas dan dividen. Namun demikian, tidak relevannya kebijakan dividen dalam semangatnya Modigliani and Miller (1961) dapat disatukan dalam nilai buku; yaitu sebagai pengurang nilai buku tanpa mengurangi laba. Nilai buku ekuitas merupakan penaksir nilai pasar perusahaan yang tidak bias dalam hal nilai *goodwill* yang diharapkan sama dengan nol. Dengan kata lain, walaupun *goodwill* pada umumnya memiliki korelasi *serial* yang positif, namun dalam jangka panjang nilai *goodwill* rata-rata akan sama dengan nol.

Nilai pasar perusahaan dapat dipahami sebagai laba agregasi perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan nilai buku ekuitas perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Orang dapat mengidentifikasi keadaan dalam hal laba yang diharapkan di masa yang akan datang (diskala berdasarkan inversi dari *risk-free risk*) untuk menentukan nilai perusahaan. Dalam kasus seperti ini, laba yang diharapkan di masa yang akan datang tersebut memberikan informasi yang cukup untuk menghitung *present value* dalam penentuan nilai perusahaan (Ohlson, 1995). Dengan demikian, nilai buku ekuitas dan laba merupakan variabel dasar untuk menentukan nilai perusahaan.

Collin *et al.* (1999) berargumen bahwa hubungan harga saham – laba yang negatif pada perusahaan yang rugi disebabkan oleh karena model kapitalisasi laba yang sederhana merupakan model yang salah (*misspecified*). Model tersebut mengabaikan nilai buku ekuitas. Peran nilai buku ekuitas tersebut adalah pertama, dapat digunakan untuk membobot perbedaan-perbedaan dalam spesifikasi hubungan laba-harga saham *cross-sectional*. Ke dua, nilai buku ekuitas secara ekonomis merupakan faktor *value-relevant* dalam model penentuan nilai perusahaan. Sedangkan Ohlson berargumen bahwa nilai buku ekuitas memproksikan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Dengan nada yang sama, Berger *et al.* (1996) berargumen bahwa *value-relevance* nilai buku ekuitas bersumber dari perannya sebagai suatu proksi untuk adaptasi nilai perusahaan. Mengabaikan nilai buku ekuitas dalam model kapitalisasi laba yang sederhana dalam *control* terhadap pembobotan perbedaan skala atau sebagai *atribut value-relevance* akan mengakibatkan bias negatif pada koefisien laba jika nilai buku ekuitas berkorelasi positif terhadap harga saham, tetapi

berkorelasi negatif dengan laba pada perusahaan yang mengalami kerugian. Collin *et al.* (1999) menemukan bahwa ketika harga saham diregres dengan laba pada perusahaan yang rugi, koefisien laba benar-benar negatif, tetapi bila model kapitalisasi laba tersebut memasukkan nilai buku ekuitas, maka koefisien laba tersebut menjadi positif signifikan atau tidak signifikan berbeda dengan nol.

Perluasan model dasar milik Ohlson tersebut akan mendasarkan pada motif efisiensi dan motif oportunistik serta penilaian pasar yang lain. Pertama perluasan tersebut dibahas dari sudut manajemen laba, selanjutnya dari sudut prospek *return* dimasa yang akan datang dan dari sudut prospek resiko di masa yang akan datang.

Suatu aspek penyusunan standar akuntansi yang penting dan implementasinya berdasarkan mekanisme *corporate governance* adalah tingkat fleksibilitas dan kebijakan yang optimal yang digunakan oleh manajer dalam pelaporan kinerja finansial perusahaan (Gul *et al.*, 2000). Beberapa kebijakan pelaporan memungkinkan manajer dapat lebih meyakinkan dalam mengkomunikasikan informasi masa depan yang mereka miliki dan memiliki *value-relevance* kepada para investor. Penggunaan kebijakan yang demikian disebut manajemen laba yang efisien. Sebaliknya, kelemahan dengan terlalu banyaknya kebijakan, manajer dapat menyembunyikan informasi tentang kinerja yang kurang baik saat ini maupun informasi tentang potensi kinerja yang kurang di masa yang akan datang. Perilaku pelaporan yang dibuat oleh manajer tersebut akan menurunkan *informativeness* laba dan disebut sebagai manajemen laba yang oportunistik.

Sebagaimana penelitian-penelitian sebelumnya tentang manajemen laba, Guay *et al.* (1996) mendefinisikan manajemen laba sebagai hipotesis ukuran kinerja dalam hal manajer berusaha menyampaikan secara teliti pengaruh peristiwa ekonomi saat ini pada laporan laba rugi periode ini. Sebaliknya, mereka juga mendefinisikan manajemen laba sebagai hipotesis manajemen akrual oportunistik dalam hal manajer berusaha mengurangi ketelitian pelaporan laba. Pada umumnya manajemen laba mencakup manajemen laba secara riil dan manajemen laba melalui pelaporan. Manajemen laba secara riil merupakan suatu tindakan dalam hal manajemen berusaha untuk mengatur laba agar dapat memenuhi target manajemen. Sebagai contoh, manajemen dapat memilih suatu proyek, meningkatkan atau menurunkan kegiatan pelatihan, penelitian dan pengembangan dan aktivitas kebijakan yang lain atau melakukan negosiasi dengan para pelanggan untuk menggeser penjualan dari satu periode ke periode yang lain. Semua aktivitas tersebut menuju pada manajemen laba yang riil (Christie and Zimmerman, 1994). Christie and Zimmerman juga

mendefinisikan manajemen laba sebagai tindakan manajerial yang efisien dalam hal manajer meningkatkan kemakmuran pihak-pihak yang terlibat kontrak secara agregat. Pihak-pihak yang terlibat kontrak tersebut adalah pemegang saham, kreditur, dan para manajer itu sendiri. Sebaliknya, mereka mendefinisikan manajemen laba sebagai tindakan manajerial yang oportunistik dalam hal manajer meningkatkan kemakmuran mereka sendiri, tetapi tidak meningkatkan kemakmuran agregat pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak. Penelitian ini menekankan pada penggunaan kebijakan pelaporan dan bukannya manajemen laba riil.

Jika informasi *private* mengandung *value-relevant* yang tinggi, maka kontrak akan menjadi disain untuk lebih mengutamakan manajemen laba yang efisien. Namun demikian, literatur-literatur sebelumnya menunjukkan bahwa kebijakan tersebut menyediakan alat yang penting bagi manajer untuk menyesatkan pengetahuan para investor (Healey and Palepu, 1993). Jika informasi *private* tersebut tidak memiliki *value-relevant*, maka kontrak akan lebih mengutamakan manajemen laba yang oportunistik.

Penelitian-penelitian ekstensif tentang pengaruh utang dan perjanjian kredit (*debt covenant*) atau manajemen laba sudah banyak dilakukan (Sweeney, 1994 and Watts and Zimmerman, 1986 and 1990). Temuan-temuannya konsisten dengan pandangan bahwa perusahaan dengan jumlah utang yang besar, menggunakan akrual untuk meningkatkan labanya pada periode-periode terdapat banyak batasan dari perjanjian kredit, dan menggunakan akrual untuk mengurangi laba pada periode yang lain. Penjelasanannya adalah manajer memandang bahwa biaya tidak mampu membayar utang (*default*) yang dipersepsikan lebih besar dibandingkan dengan turunnya nilai perusahaan yang dipersepsikan akibat kebijakan pengaturan akrual (*managing discretionary accrual*). Selanjutnya manajer akan mengatur akrual yang meningkatkan laba ketika perjanjian kredit banyak memberikan batasan, dan mengatur akrual yang menurunkan laba agar dapat menggeser pada periode yang akan datang ketika kesulitan memenuhi perjanjian kredit terjadi. Bila ini benar, tanpa memperhatikan apakah batasan-batasan kredit tersebut mengikat atau tidak, maka besarnya akrual hasil kebijakan harus secara signifikan lebih besar pada perusahaan-perusahaan yang memiliki utang besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang utangnya kecil. Banyak bukti menunjukkan bahwa manajemen laba pada perusahaan yang utangnya besar berpengaruh negatif pada hubungan laba – harga saham (Watts and Zimmerman, 1986).

Skinner (1993) menguji peluang pertumbuhan dengan menghubungkannya dengan jumlah utang, kompensasi, dan pilihan akuntansi. Ia menemukan bahwa utang memiliki hubungan negatif terhadap peluang pertumbuhan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lebih tinggi menunjukkan manajemen laba yang lebih tinggi pula. Hal senada ditunjukkan oleh Barclay *at al.* (1995) yang menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi akan sangat mahal bila pendanaan dilakukan dengan utang, sehingga hubungan antara peluang pertumbuhan dan besarnya utang adalah negatif. Manajemen laba ini dapat secara langsung mengindikasikan bahwa besarnya laba memiliki pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan. Disamping itu, semakin besar utang juga meningkatkan resiko perusahaan akan menghadapi kesulitan keuangan. Namun demikian perusahaan yang mampu mengelola utang secara efisien, tidak jarang akan mendorong percepatan di dalam merealisasi pertumbuhan.

Skinner (1993) juga memberikan bukti bahwa perusahaan yang semakin besar pertumbuhannya, menunjukkan manajemen laba yang semakin besar pula. Terdapat dua penjelasan untuk itu, pertama, penjelasan *under-investmen* klasik. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi dipaksa untuk menghentikan investasinya agar tidak melanggar perjanjian kredit. Beban dan kemungkinan tidak bisa bayar utang lebih besar pada perusahaan-perusahaan tersebut dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah yang ditunjukkan dengan nilai aktiva riilnya. Akibatnya manajer perusahaan yang peluang pertumbuhannya tinggi akan mendapatkan tekanan yang lebih besar untuk mengatur laba. Ke dua adalah penjelasan alternatif. Manajer dapat mengkomunikasikan *value-relevant* melalui manajemen laba. Dengan demikian manajer perusahaan yang pertumbuhannya tinggi memungkinkan memiliki informasi *private* yang lebih *value-relevance*.

Semakin besar utang juga mengandung beban. Sebagaimana *leverage* meningkat, beban keagenan (*agency cost*) utang juga meningkat termasuk beban kebangkrutan (Jensen, 1986). Ratio utang-ekuitas yang optimal adalah suatu titik yang nilai perusahaan maksimal, titik yang menunjukkan beban tambahan utang di-*offset* oleh manfaat tambahan. Penambahan utang yang beresiko dapat mengurangi *present value* perusahaan yang memiliki opsi riil karena strategi investasi menjadi tidak optimal atau memaksa perusahaan dengan kreditornya untuk menanggung beban menghindari strategi yang tidak optimal (Myers, 1977). Melalui penjelasan ini, peneliti mengharapkan asosiasi antara utang dan hubungan nilai pasar-laba dan nilai buku ekuitas negatif.

Barth *et al.* (1999) menemukan suatu pola bahwa kenaikan laba berkorelasi positif dengan pertumbuhan dan berkorelasi negatif dengan resiko. Dengan demikian, perusahaan yang tumbuh cenderung labanya meningkat, sehingga pasar juga memberikan respon yang positif. Hal ini memberikan bukti bahwa asosiasi laba – *return* lebih kuat pada perusahaan-perusahaan yang pertumbuhannya tinggi. Namun demikian, Gul *et al.* (2000) memberikan penjelasan yang berbeda; yaitu akrual kebijakan meningkatkan asosiasi laba – *return* pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi, karena para manajer perusahaan yang pertumbuhannya tinggi menggunakan manajemen laba untuk lebih meyakinkan dalam mengkomunikasikan informasi *private* kepada investor. Informasi ini cukup bernilai bagi investor dan oleh karenanya menjadi insentif bagi manajer untuk mengungkapkannya. Kondisi ini dinamakan manajemen laba yang efisien. Berdasarkan penjelasan tersebut peneliti mengharapkan pertumbuhan memiliki asosiasi positif terhadap hubungan nilai pasar – laba dan nilai buku ekuitas.

Dari pembahasan di atas, perumusan hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H_{A1} : utang melemahkan asosiasi nilai pasar – laba
- H_{A2} : utang melemahkan asosiasi nilai pasar – nilai buku ekuitas
- H_{A3} : Pertumbuhan meningkatkan asosiasi nilai pasar – laba
- H_{A4} : Pertumbuhan meningkatkan asosiasi nilai pasar – nilai buku ekuitas

METODOLOGI PENELITIAN

Pada bagian ini akan diuraikan metode penelitian yang mencakup populasi, penentuan sample, sumber data, dan model penelitian

Populasi dan Sampel

Data finansial yang digunakan untuk menghitung nilai pasar perusahaan, laba, nilai buku ekuitas, pertumbuhan, dan utang adalah data laporan keuangan yang tersedia di Pojok BEJ Program MM-UII dan Direktori Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 1995 sampai dengan tahun 1998, kecuali data pertumbuhan diambilkan untuk periode lima tahun sebelumnya atau sejak tahun 1990. Dalam pengambilan sample, penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan sample terdaftar di BEJ, (2) perusahaan sampel masuk dalam industri *manufacturing*, (3) perusahaan sample memiliki utang, (4) data tersedia secara lengkap, (5) data harga saham penutupan setiap akhir tahun tersedia, dan (6) data lembar saham yang beredar setiap akhir tahun tersedia.

Penelitian ini menggunakan data *cross-sectional* dan *pool* 1995 – 1998. Sampel akhir terpilih 304 perusahaan tahun. Tabel 1 berikut menyajikan proses pemilihan sample penelitian.

Tabel 1.
Prosedur Pemilihan Sampel

Kriteria pemilihan sampel	Jumlah Tahun Perusahaan
Jumlah tahun perusahaan sampel yang terdaftar di BEJ	
Dari tahun 1995 – 1998	1.061
Jumlah Perusahaan di luar industri <i>manufacturing</i>	(492)
Jumlah Data yang Tidak lengkap	(233)
Jumlah data <i>outliers</i>	(32)
Jumlah tahun perusahaan sampel yang pada akhirnya digunakan	304 tahun perusahaan
Rincian:	
1995	77 perusahaan
1996	78 perusahaan
1997	73 perusahaan
1998	76 perusahaan
	304 perusahaan
Pool	304 perusahaan

Tabel 1 menunjukkan prosedur pemilihan sampel. Pertama, menentukan jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta 1995 sampai dengan 1998 yaitu sebanyak 1.061 tahun perusahaan. Ke dua, menentukan perusahaan yang tidak masuk industri *manufacture*, yaitu sebanyak 492 tahun perusahaan, sehingga menghasilkan perusahaan manufaktur sebanyak 569 tahun perusahaan. Ke tiga, menentukan data perusahaan yang tidak lengkap, yaitu sebanyak 233 tahun perusahaan, sehingga menghasilkan perusahaan manufaktur yang datanya lengkap sebanyak 336. Terakhir mengeluarkan perusahaan sampel yang nilainya ekstrim (*outlier*) sebanyak 32 tahun perusahaan, sehingga perusahaan sampel yang akhirnya digunakan dalam penelitian ini sebanyak 304 tahun perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1995 sampai dengan tahun 1998.

Model Penelitian

Penelitian ini memperluas model dasar Ohlson (1995) dengan spesifikasi sebagai berikut:

$$MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 E_{it} * G_{it} + \alpha_4 E_{it} * D_{it} + \alpha_5 BV_{it} * D_{it} + \alpha_6 BV_{it} * G_{it} + E_{it}$$

Dalam model tersebut;

MV_{it} : merupakan nilai pasar perusahaan i pada periode t yang diukur sebagai perkalian antara lembar saham yang beredar pada akhir tahun fiskal dan harga saham penutupan dibobot dengan lembar saham yang beredar pada akhir tahun fiskal.

BV_{it} : merupakan nilai buku ekuitas per lembar saham, yang didasarkan pada nilai buku ekuitas perusahaan i pada neraca periode t .

E_{it} : the accounting earnings per share

G_{it} : merupakan tingkat pertumbuhan majemuk nilai buku ekuitas selama lima tahun atau dihitung dengan persamaan $(BVE_t / BVE_{t-5})^{1/5} - 1$.

D_{it} : merupakan utang per lembar saham. Utang dihitung dari utang perusahaan i di neraca periode t .

Dalam penelitian ini peneliti mengharapkan α_3 negatif, α_4 negatif, α_5 positif dan α_5 positif.

ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai analisis data yang terdiri atas analisis diskriptif, dan uji hipotesis.

Analisis Diskriptif

Tabel 2 menyajikan profil nilai pasar perusahaan per lembar saham, laba per lembar saham, ekuitas, utang, pertumbuhan dan jumlah lembar saham perusahaan sampel secara akumulatif selama tiga tahun. *Mean (median)* nilai pasar perusahaan per lembar saham (*price*), laba per lembar saham (*earning per share* atau EPS), ekuitas (*equity*), utang (*debt*), pertumbuhan (*growth*) dan jumlah lembar saham (*share*) perusahaan sampel secara akumulatif selama 3 tahun; yaitu 1995 sampai dengan 1998 masing-masing adalah 2708.842 (1325), 52.46302 (95), 414167.4 (98961), 1132950 (173055), 0.069329 (0.1361), 7.45E+08 (76300000). Angka tersebut menyatakan bahwa perusahaan sampel memiliki laba yang rendah dengan tingkat pertumbuhan yang rendah pula, tetapi utangnya besar. Hampir semua variable memiliki *mean* yang lebih besar dibandingkan mediannya (kecuali EPS dan *growth*). Hal ini berarti normalitas data variable penelitian relative baik.

Tabel 2.
Analisis Diskriptif Per Variabel Penelitian

	PRICE?	DEBT?	SHARE?	EPS?	EQUITY?	GROWTH?
Mean	2708.842	1132950	7.45E+08	52.46302	414167.4	0.069329
Median	1325	173055	76300000	95	98961	0.1361
Maximum	30000	25911878	1.28E+11	4555	19350094	1.1635
Minimum	50	2728	840000	-5207	-1188080	-2.58
Std. Dev.	4153.23	2954471	7.27E+09	853.1828	1296404	0.540021
Skewness	3.565654	5.323157	17.35241	-0.91991	10.62847	-2.92881
Kurtosis	18.36421	36.83578	304.3546	13.88016	148.9617	12.87414
Jarque-Bera Probability	3717.935 0	16304.22 0	1192413 0	1577.843 0	281930.1 0	1708.041 0
Observations	311	311	311	311	311	311
Cross Sections	84	84	84	84	84	84

Tabel 3 menyajikan profil nilai pasar perusahaan per lembar saham, laba per lembar saham, ekuitas, utang, pertumbuhan dan jumlah lembar saham perusahaan sampel secara *cross-sectional* 1995, 1996, 1997, dan 1998. *Mean (median)* nilai pasar perusahaan per lembar saham (*price*), laba per lembar saham (*earning per share* atau *EPS*), ekuitas (*equity*), utang (*debt*), pertumbuhan (*growth*) dan jumlah lembar saham (*share*) perusahaan sampel secara *cross-sectional* tidak berbeda dengan distribusi data secara akumulatif selama 3 tahun; yaitu 1995 sampai dengan 1998.

Dari data perbandingan per tahun nampak bahwa EPS perusahaan sampel sejak 1995 terus menurun dan mulai minus pada tahun 1997 dan minus tersebut semakin besar pada tahun 1998. Hal ini selaras dengan perubahan Growth; yaitu sejak 1995 growth perusahaan sampel terus menurun bahkan menjadi negative pada tahun 1998. Sebaliknya utang perusahaan sampel terus meningkat dari 1995 sampai dengan 1998. Rata-rata nilai perusahaan per lembar saham juga mengalami penurunan sejak 1995 sampai 1997, sedangkan 1998 sudah mulai sedikit meningkat. Namun demikian jumlah ekuitas terus meningkat sejak 1995 sampai dengan 1998. Hal ini menunjukkan banyak perusahaan sampel melakukan penambahan modal melalui *right issue*. Hal ini menunjukkan bahwa aliran kas ke investor mengecil, sebaliknya aliran investor masyarakat ke perusahaan membesar. Memang menjadi pertanyaan yang menarik adalah aliran

kas masuk dari utang dan *right issue* digunakan untuk apa? Bila digunakan untuk investasi, tentu akan menghasilkan EPS yang semakin meningkat, tetapi kenyataannya EPS nya malah menurun.

Tabel 3.
Analisis Diskriptif Per variable Per Tahun

obs	1995	1996	1997	1998
Mean PRICE?	3922.917	3194.872	1635.274	1899.342
Med PRICE?	2000	1612.5	850	512.5
Sd PRICE?	5044.734	4040.514	2249.841	4222.614
Min PRICE?	525	575	150	50
Max PRICE?	27500	22000	11500	30000
Mean DEBT?	547203.8	646862.4	1341548	2078869
Med DEBT?	104438	120797.5	235744	472239.5
Sd DEBT?	1614047	1740035	3367976	4197543
Min DEBT?	2728	2974	21016	10080
Max DEBT?	12999346	13729724	25911878	24007584
Mean SHARE?	1.98E+08	2.79E+08	3.46E+08	2.21E+09
Med SHARE?	47059000	65250075	1.26E+08	1.64E+08
Sd SHARE?	3.80E+08	5.45E+08	5.42E+08	1.47E+10
Min SHARE?	2800000	840000	840000	2800000
Max SHARE?	2.41E+09	2.50E+09	2.33E+09	1.28E+11
Mean EPS?	336.1905	313.3974	-149.685	-334.763
Med EPS?	186.5	169	-24	-145
Sd EPS?	504.8826	546.2799	712.0702	1257.304
Min EPS?	-537	-495	-2703	-5207
Max EPS?	2426	2680	2679	4555
Mean EQUITY?	319600.3	358690.1	395415.8	593637.3
Med EQUITY?	96730	106169.5	98961	77182
Sd EQUITY?	586017.3	636857.3	737084.3	2362738
Min EQUITY?	5675	-12066	-53707	-1188080
Max EQUITY?	2617688	3104434	3256272	19350094
Mean GROWTH?	0.226906	0.192976	0.016136	-0.18064
Med GROWTH?	0.1783	0.18615	0.0945	0.0662
Sd GROWTH?	0.244191	0.284212	0.529781	0.822939
Min GROWTH?	-0.3532	-1.7335	-2.1002	-2.58
Max GROWTH?	1.0847	0.8449	0.9422	1.1635

Analisis *Multivariate*

Tabel 4 menyajikan hasil regresi dengan memebobot masing-masing variable penelitian dengan *variance*. Tabel tersebut menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan baik baik secara *cross-sectional* maupun *pool cross-section time series* signifikan. Hal ini ditunjukkan dari nilai F dan (*p value*) pada model untuk tahun 1995, 1996, 1997, 1998 masing-masing adalah 9.673773 (0.00), 148.3426 (0.00), 22.31476 (0.00), 57.43551 (0.00), 65.4754 (0.00).

Adjusted R-square yang merupakan ukuran kemampuan menjelaskan variable *dependend* cukup tinggi baik secara *cross-section* maupun *pool cross-section time series*. Hal ini ditunjukkan dari *adjusted R-square* 1995, 1996, 1997, 1998 dan *pool cross-section time series* masing-masing adalah 0.406448, 0.923724, 0.639799, 0.818671, dan 0.564046.

Koefisien variabel laba memiliki tanda positif sebagaimana diprediksi dan signifikan pada *level* 0.00, kecuali tahun 1995 signifikan pada *level* 0.05, sedangkan 1997 tidak signifikan. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa laba perusahaan sampel berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kecuali tahun 1997. Koefisien ekuitas juga memiliki tanda positif dan signifikan pada *level* 0.00 kecuali tahun 1995 memiliki tanda negative dan tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa ekuitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa penelitian ini dapat membuktikan teorinya Ohlson (1995) yang menyatakan akuntansi menyediakan fungsi pemaduan yang penting dalam laporan perubahan modal, yang mencakup hubungan antara pos neraca dan pos laba rugi; yaitu nilai buku ekuitas dan laba.

Koefisien variabel interaksi antara utang dan laba memiliki tanda positif dan signifikan pada *level* 0.00 untuk *cross-sectional* kecuali tahun 1995 dan 1997 walaupun tandanya positif tetapi tidak signifikan, serta signifikan pada *level* 0.10 untuk *pool cross-section time series*. Hasil ini menunjukkan bahwa utang perusahaan sampel mampu untuk meningkatkan asosiasi antara laba dengan nilai perusahaan. Ini berarti bahwa pendanaan utang perusahaan di Indonesia digunakan untuk memperbaiki kemampuan *leverage* atau utang mampu mensinyalkan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan laba. Sedangkan koefisien variable interaksi antara utang dan sekuritas memiliki tanda negative dan signifikan pada *level* 0.00 untuk tahun 1996 dan 1998, tetapi untuk *pool cross-section time series* tandanya negatif dan signifikan pada *level* 0.10. Namun demikian untuk tahun 1995 dan 1997 tidak signifikan. Hal ini juga dapat dinyatakan bahwa utang perusahaan sampel berpengaruh mengurangi asosiasi ekuitas terhadap nilai

perusahaan. Ini berarti bahwa peran pendanaan utang mampu mengecilkkan peran ekuitas untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Koefisien interaksi antara pertumbuhan dan laba yang memiliki tanda positif hanya pada tahun 1996 signifikan pada *level* 0.00 dan *pool cross-section time series* yang signifikan pada *level* 0.05. Selebihnya tidak signifikan. Hasil ini dapat dinyatakan secara *cross-sectional* pola interaksi antara pertumbuhan dan laba tidak jelas. Hal ini menunjukkan bahwa transaksi di Bursa Efek Jakarta kurang mempertimbangkan pertumbuhan, tetapi kalau dilihat secara keseluruhan pada *pool cross-section time series* jelas bahwa pertumbuhan berperan dalam meningkatkan asosiasi antara laba dengan nilai perusahaan yang signifikan pada *level* 0.05. Koefisien interaksi antara pertumbuhan dan ekuitas memiliki tanda positif untuk tahun 1996 signifikan pada *level* 0.10, untuk 1997 signifikan pada *level* 0.05 dan untuk *pool cross-section time series* signifikan pada *level* (0.00). Namun demikian untuk tahun 1996 dan 1998 koefisien interaksi antara pertumbuhan dan ekuitas tidak signifikan. Hasil ini dapat dinyatakan bahwa pertumbuhan memiliki peran untuk meningkatkan asosiasi antara pertumbuhan dan ekuitas. Banyak perusahaan yang tumbuh pesat dengan ditandai oleh kemampuan ekuitas dalam mengembangkan perusahaan.

Hasil regresi ini juga sudah dilakukan pengujian asumsi klasik; yaitu uji terhadap *autocorrelation* dan *heteroscedasticity*. Data penelitian ini tidak mengandung *autocorrelation* yang serius. Hal ini dapat ditunjukkan dari hasil uji Durbin Watson untuk data 1995, 1996, 1997, dan 1998 yang masing-masing adalah 2.381137, 1.496517, 1.799842, dan 1.644239. Sedangkan Data penelitian ini juga tidak mengandung *heteroscedasticity* yang Sirius. Hal ini juga dapat ditunjukkan dari uji *white heteroskedasticity* tidak signifikan; yaitu untuk *F-statistic (probability)* tahun 1995, 1996, 1997, dan 1998 masing-masing adalah 0.459133 (0.930972), 0.444672 (0.938137), 0.92094 (0.532211), dan 0.496647 (0.909111). Sedangkan nilai *Obs*R-squared (probability)* 1995, 1996, 1997, dan 1998 masing-masing adalah 6.103311(0.910785), 5.952553 (0.918455), 11.35438 (0.498817), dan 6.568212 (0.884781).

Dari analisis dan pembahasan di atas dapat disimpulkan bahwa data perusahaan sampel di BEJ mendukung teorinya Ohlson (1995) yaitu akuntansi menyediakan fungsi pemaduan yang penting dalam laporan perubahan modal, yang mencakup hubungan antara pos neraca dan pos laba rugi; yaitu nilai buku ekuitas dan laba. Hipotesis 1 yang menyatakan bahwa utang melemahkan asosiasi laba-nilai perusahaan tidak didukung data; yaitu tandanya positif dan signifikan. Ini berarti peran utang di Indonesia sebagai sumber pendanaan sangat

penting dalam operasi bisnis, sehingga semakin besar utang mensinyalkan semakin besar laba perusahaan dan semakin besar nilai perusahaan. Sebaliknya pada hipotesis 2 yang menyatakan bahwa utang melemahkan asosiasi ekuitas - nilai perusahaan terdukung oleh data, sehingga dapat diinterpretasikan peran utang begitu besar, sehingga mampu menggantikan ekuitas dalam menjelaskan nilai perusahaan.

Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi laba – nilai perusahaan, secara keseluruhan periode penelitian terdukung data, walaupun secara cross-sectional polanya belum jelas. Hasil ini belum robust yang mungkin terjadi karena transaksi saham di BEJ belum sepenuhnya mempertimbangkan pertumbuhan dan laba. Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi ekuitas – nilai perusahaan terdukung oleh data. Ini berarti bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi, memiliki asosiasi ekuitas-nilai perusahaan yang semakin baik pula.

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini memperluas penelitian Ohlson (1995) dan mereplikasi penelitian Kumalahadi (2001) dengan data di Indonesia; yaitu menyelidiki apakah interaksi diantara utang dan pertumbuhan terhadap laba dan nilai buku ekuitas mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Hipotesis dalam penelitian ini menyatakan bahwa interaksi antara utang dan laba, dan antara utang dan nilai buku ekuitas melemahkan asosiasi laba dan ekuitas – nilai perusahaan. Sebaliknya interaksi antara pertumbuhan dan laba, dan antara pertumbuhan dan nilai buku ekuitas meningkatkan asosiasi laba dan ekuitas – nilai perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa data perusahaan sampel di BEJ mendukung teorinya Ohlson (1995) yaitu akuntansi menyediakan fungsi pemaduan yang penting dalam laporan perubahan modal, yang mencakup hubungan antara pos neraca dan pos laba rugi; yaitu nilai buku ekuitas dan laba. Selanjutnya data penelitian tidak mendukung hipotesis 1 bahwa utang melemahkan asosiasi laba – nilai perusahaan. Data penelitian malah menunjukkan yang sebaliknya (bahwa tanda koefisiennya positif); yaitu utang secara signifikan meningkatkan asosiasi laba – nilai perusahaan. Data penelitian ini mendukung hipotesis 2 yang menyatakan bahwa interaksi antara utang dan ekuitas melemahkan asosiasi ekuitas – nilai perusahaan; yaitu data empirik menunjukkan bahwa utang secara signifikan melemahkan asosiasi ekuitas – nilai perusahaan.

Data penelitian mendukung hipotesis 3 yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi laba – nilai perusahaan – namun hanya secara *pool*. Sedangkan secara *cross-sectional* tidak menunjukkan pola yang jelas, karena koefisien yang signifikan hanya tahun 1996, selebihnya tidak signifikan. Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi ekuitas – nilai perusahaan didukung dengan data penelitian. Ini berarti perusahaan yang pertumbuhannya tinggi meningkatkan asosiasi ekuitas – nilai perusahaan. Hasil kesimpulan tersebut di dasarkan pada uji *univariate* dan *multivariate*.

Implikasi

Penelitian ini belum menggunakan variabel persistensi earning dan variabel lain yang dapat mengontrol model. Penelitian sejenis berikutnya diharapkan dapat menggunakan variabel-variabel lain yang dapat membuat penelitian interaksi variabel utang dan pertumbuhan terhadap laba dan ekuitas dalam menjelaskan nilai perusahaan menjadi *robust*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, Ashiq. 1994. "The Incremental Information Content of Earning, Working Capital from Operation, and cash flows." *Journal of Accounting Research*. Vol. 32 (1). Spring: 61 – 74.
- Barclay, M. J., C. W. Smith, and R. Watts. 1995. "The Determinants of Corporate Leverage and Dividends Policies." *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 7(15). Spring: 1– 24.
- Barth, M. E., J. E. Elliot, and M. W. Finn. 1999. "Market Reward Associated with Patterns of Increasing Earnings." *Journal of accounting Research*. Vol. 37 (2). Autumn: 387– 413.
- Collins, D. W. and S. P. Kothari. "An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients." *Journal of Accounting and Economics*. July: 143 – 181.
- Collins, D.W., M. Pincus, and H. Xie. 1999. "Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of equity." *The Accounting Review*. Vol. 74 (1). January: 29 – 61.
- Christie, A. A., and J. L. Zimmerman. 1994. "Efficient and Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contest." *The Accounting Review*. Vol. 69. October: 539 – 566.
- Easton, P. D., and M. E. Zmijewski. 1989. "Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earning Announcement." *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 11. July: 117 – 141.
- Guay, W. R., S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1996. "A Market Based Evaluation of Discretionary Accrual Models." *Journal of Accounting Research*. Vol. 34. Supplement: 83 – 105.
- Gul, F. A., S. Leung, and B. Srinidhi. 2000. "The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earning – Returns Relationship and the Pricing of Discretionary Accruals." *Working Paper*: 1 – 36.
- Healy, P. 1985. "The Impact of Bonus Scheme on the Selection of Accounting Principles." *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 7: 85 – 107.
- Jensen, M. C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economics Review*. May: 323 – 329.

- Jones, J. 1991. "Earning Management During Import Relief Investigation." *Accounting Research*. Vol. 29. Autumn: 193 – 228.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares." *Journal of Business*. October: 411-433.
- Myers, S. C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics*. Vol. 5: 147 - 175
- Ohlson, James A. 1995. "Earnings, Book Values, and dividends in Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11 (2). Spring: 661-687.
- Skinner, D. J. 1993. "The investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice: Preliminary Evidence." *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16. October: 407 – 455.
- Sweeney, A. 1994. "Debt Covenant Violations and Managers' Response." *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17. May: 281 – 308.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. "*Positive Accounting Theory*." Englewood Cliffs N.J.: Prentice – Hall.
- _____, 1990. "Positive Accounting Theory: A ten – year perspective." *Accounting Review*. Vol. 65. January: 131 – 156.

Tabel 4.

Uji Multivariate dengan Nilai Pasar Perusahaan sebagai Variabel Dependent

Variabel Dependent: Nilai Perusahaan

Method: Least Squares	1995	1996	1997	1998	Pool Cross-section -Time Series 1995-1998
Date: 03/26/03 Time: 13:50					Variabel dependent: Nilai Perusahaan
	Sample: 1 84	Sample: 1 84	Sample: 1 84	Sample: 1 84	Method: Pooled Least Squares
	Incl.obs.: 77	Incl.obs.: 78	Incl.obs.: 73	Incl.obs.: 76	Sample: 1995 1998
	Excl. obs.: 7	Excl.obs.: 6	Excl.obs.: 11	Excl.obs.: 8	Included observations: 4
	Sample: 1 84				Total panel observations 300

Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	4.74E+09	0.0005	1.01E+10	0.002	26861202	0.9801	-16847683	0.24	439.5406	0.0287
	3.65589		3.214098		0.025032		-1.1949		2.198371	
EPS	1.95E+12	0.0198	20.73075	0	0.385172	0.8585	-51.87512	0	1.337414	0
	2.385754		4.92752		0.179029		-3.523503		4.494558	
EKUITAS	-2.01E+12	0.8973	1.52E+17	0.0004	1.85E+18	0	1.98E+17	0	785354.5	0
	-0.129576		3.71086		5.171482		11.32979		9.224588	
UTANG*EPS	489.7868	0.5467	4.67E+12	0	4.78E+10	0.8608	5.23E+09	0	16.19194	0.0779
	0.605658		4.737606		0.176076		6.389457		1.769019	
UTANG*EKUITAS	5.98E+17	0.5853	-1.06E+23	0	-8.90E+20	0.0986	-1.94E+19	0	-7140861	0
	0.548179		-5.339594		-1.675516		-5.641222		-7.40788	
GROWTH*EPS	-0.005334	0.3039	543.9706	0.0066	-0.97701	0.97	-0.955517	0.91	0.512661	0.0253
	-1.03578		2.803917		-0.037792		-0.116927		2.247967	

GROWTH*EKUITAS	8.38E+19	0.0983	-3.04E+18	0.1176	2.27E+18	0.0268	3.00E+16	0.2	624790.4	0
	1.675575		-1.585168		2.264644		1.305293		4.310331	

R-squared	0.453307	0.929994	0.669816	0.833177	0.572794
Adjusted R-squared	0.406448	0.923724	0.639799	0.818671	0.564046
S.E. of regression	5.39E+09	1.54E+10	5.18E+09	87722793	2177.037
Sum squared resid	2.03E+21	1.59E+22	1.77E+21	5.31E+17	1.39E+09
Log likelihood	-1830.924	-1837.151	-1732.734	-1494.184	
Durbin-Watson stat	2.381137	1.496517	1.799842	1.644239	1.124307
Mean dependent var	8.36E+09	4.23E+10	6.27E+09	92661814	2288.333
S.D. dependent var	6.99E+09	5.57E+10	8.63E+09	2.06E+08	3297.202

Lanjutan

	1995	1996	1997	1998	Pool
Akaike info criterion	47.73828	49.84192	47.66396	39.50485	
Schwarz criterion	47.95135	50.05988	47.88359	39.71952	
F-statistic	9.673773	148.3426	22.31476	57.43551	65.4754
Prob(F-statistic)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.459133	0.444672	0.92094	0.496647
Probability	0.930972	0.938137	0.532211	0.909111
Obs*R-squared	6.103311	5.952553	11.35438	6.568212
Probability	0.910785	0.918455	0.498817	0.884781

Tabel 4

Uji *Multivariate* dengan Nilai Pasar Perusahaan sebagai Variabel *Dependent*Variabel *Dependent*: Nilai Perusahaan

Method: Least Squares

Date: 03/26/03 Time: 13:50

	1995	1996	1997	1998	Pool Cross-s
	Sample: 1 84	Sample: 1 84	Sample: 1 84	Sample: 1 84	Variabel <i>dep</i>
	Incl.obs.: 77	Incl.obs.: 78	Incl.obs.: 73	Incl.obs.: 76	Method: Poo
	Excl. obs.: 7	Excl.obs.: 6	Excl.obs.: 11	Excl.obs.: 8	Sample: 199
	Sample: 1 84				Included obs
					Total panel c

Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient
C	4.74E+09	0.0005	1.01E+10	0.002	26861202	0.9801	-16847683	0.24	439.540
	3.65589		3.214098		0.025032		-1.1949		2.19837
EPS	1.95E+12	0.0198	20.73075	0	0.385172	0.8585	-51.87512	0	1.33741
	2.385754		4.92752		0.179029		-3.523503		4.49455
EKUITAS	-2.01E+12	0.8973	1.52E+17	0.0004	1.85E+18	0	1.98E+17	0	785354.
	-0.129576		3.71086		5.171482		11.32979		9.22458
UTANG*EPS	489.7868	0.5467	4.67E+12	0	4.78E+10	0.8608	5.23E+09	0	16.1919
	0.605658		4.737606		0.176076		6.389457		1.76901
UTANG*EKUITAS	5.98E+17	0.5853	-1.06E+23	0	-8.90E+20	0.0986	-1.94E+19	0	-714086
	0.548179		-5.339594		-1.675516		-5.641222		-7.4078
GROWTH*EPS	-0.005334	0.3039	543.9706	0.0066	-0.97701	0.97	-0.955517	0.91	0.51266
	-1.03578		2.803917		-0.037792		-0.116927		2.24796
GROWTH*EKUITAS	8.38E+19	0.0983	-3.04E+18	0.1176	2.27E+18	0.0268	3.00E+16	0.2	624790.
	1.675575		-1.585168		2.264644		1.305293		4.31033
R-squared	0.453307		0.929994		0.669816		0.833177		0.57279
Adjusted R-squared	0.406448		0.923724		0.639799		0.818671		0.56404
S.E. of regression	5.39E+09		1.54E+10		5.18E+09		87722793		2177.03
Sum squared resid	2.03E+21		1.59E+22		1.77E+21		5.31E+17		1.39E+0
Log likelihood	-1830.924		-1837.151		-1732.734		-1494.184		
Durbin-Watson stat	2.381137		1.496517		1.799842		1.644239		1.12430
Mean dependent var	8.36E+09		4.23E+10		6.27E+09		92661814		2288.33
S.D. dependent var	6.99E+09		5.57E+10		8.63E+09		2.06E+08		3297.20
Lanjutan									
	1995		1996		1997		1998		Pool
Akaike info criterion	47.73828		49.84192		47.66396		39.50485		
Schwarz criterion	47.95135		50.05988		47.88359		39.71952		
F-statistic	9.673773		148.3426		22.31476		57.43551		65.475
Prob(F-statistic)	0.00		0.00		0.00		0.00		0.0
White Heteroskedasticity Test:									
F-statistic	0.459133		0.444672		0.92094		0.496647		
Probability	0.930972		0.938137		0.532211		0.909111		
Obs*R-squared	6.103311		5.952553		11.35438		6.568212		
Probability	0.910785		0.918455		0.498817		0.884781		